

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. 12. 1998

**Přítomni pánové Tošovský, Kysilka, Vít, Hrnčíř, Niedermayer, Pospíšil
ministr financí Svoboda**

I.1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Úvodní slovo k 11. situační zprávě je spojeno s prvním pracovním návrhem měnové strategie do roku 2001 a s návrhem stanovování inflačních cílů v dlouhodobém horizontu, tj. s bodem, který následuje po projednání situační zprávy. ČNB provedla výrazné a rychlé snížení sazeb, v současné době nemohou být k dispozici data, která ilustrují všechny důsledky těchto kroků. Známe jen některé krátkodobé reakce – např. vývoj kursu. Situační zpráva navazuje na minule projednávané materiály a rozhodnutí, především na rozhodnutí o krátkodobém cíli na rok 1999.

a) předpokládaný průběh desinflačního procesu a změny nastavení politiky v dalším období

Snížování úrokových sazeb se přiblížilo k prahu citlivosti, kdy každé další rozhodnutí může mít větší důsledky než měly dosavadní razantní kroky. Pro rozhodnutí je důležitá shoda o pravděpodobném průběhu inflace v r. 1999: nové informace naznačují, že “sedlo”, tj. období vyjimečně nízkých hodnot CPI_x i CPI (důsledek externího šoku) může trvat déle, zřejmě i po 3. čtvrtletí příštího roku. To vychází nejen z našich analýz, ale i z mezinárodních očekávání vývoje světové ekonomiky a cen, ale nejsou to scénáře jediné. Pokud ovšem je pravděpodobnější prodloužení “sedla”, pak dnešní nastavování parametrů politiky toto musí vzít v úvahu.

Prognózy vycházejí z některých základních předpokladů: kurs 18 Kč/DEM, zachování reálné sazby PRIBOR (v úrovni vycházející z dnes navrženého opatření), zohledňují inflaci u hlavních obchodních partnerů ČR, z toho vyplývá předpoklad meziročního udržení úrovně dovozních cen. Deficit SR 31 mld. Kč, vývoj na kapitálovém účtu bude obdobný letošku, dalších 10 proměnných se předpokládá podle dat užitých pro stanovení krátkodobého inflačního cíle. Výsledkem je pak prognóza koridoru CPI_x 3,5 až 5 %, se stejnou pravděpodobností může dojít ke kterémukoli výsledku v rámci tohoto intervalu. Modelové prognózy mají obdobná východiska, dále počítají s reálnou úrokovou sazbou u vkladů 2,5 %, 1T PRIBOR reálně přes CPI 3,5 %, růst regulovaných cen o cca 10%, zahraniční ceny odvozené z deflátorů USA a SRN ukazují na růst 2 %. Modely potvrzují pravděpodobný CPI_x 1999 se středem na úrovni + 4,3 %. Všechny postupy dokazují vysokou citlivost inflace na kurs: např. depreciace na 19 Kč může znamenat posun čisté inflace až na 5-6 %. Prostor, který byl vytvořen poklesem cen dovozu je zřejmě vyšší, než jsme dosud uváděli, ten způsobil “zamrznutí cen” na úrovni března. Problém pro rozhodování: není symetrický vývoj CPI, PPI a CPI_x, proto nelze užít jednotné kritérium. Lze předpokládat pokračující vysokou volatilitu vývoje cen potravin. Hned v lednu dojde k rozdílu mezi očekávaným a skutečným CPI v důsledku neschválení návrhu na zvýšení spotřebních daní parlamentem. Chování firem při pravidelném lednovém přeceňování nelze odhadnout: zda upřednostní tradiční “zvyšovací” postup nebo odbytové potíže vzniklé nízkou poptávkou. Analytický pohled na vývoj inflace se zlepší po splnění příslibu ČSÚ počítat a publikovat sezónně očištěná data o čisté inflaci.

b) hodnocení úrovně dnešní hladiny úrokových sazeb

Existuje více možností pro posuzování: podle vývoje v čase, podle různých cenových indexů, mezinárodní srovnání. Nelze srovnávat mechanicky, vždy v kontextu s ekonomickými podmínkami. Rozlišuje se dále pohled ex post (zejm. domácnosti) nebo ex ante (solistikovanější subjekty trhu), což má význam, pokud dochází ke zvrátům ve vývoji. Předložená zpráva kvantifikuje prostor pro snížení sazeb tak, že by po jejich navrženém snížení dosáhly na průměrnou reálnou úroveň r. 1996. To se rovná prostoru pro snížení o cca 50 bazických bodů. V situační zprávě znázorněný vývoj reálných sazeb PRIBORu a HDP ještě neznamená kauzalitu, ale jen zobrazení tendencí vývoje.

c) interakce s reálnou ekonomikou

Hodnocení dnešního stavu ekonomiky ČR: jde o specifickou situaci, o vyústění strukturálních problémů, a nikoli o cyklickou recesi. Tím se rozumí dědictví neukončených reformních procesů a hospodářské politiky poloviny 90. let a následné nutnosti překonávat zásadní nerovnováhy na makroúrovni. Nyní lze očekávat horší odbytové podmínky v zahraničí jako celku, exportní expanze z Asie spolu se situací v Rusku a popř. na Slovensku - to vše vyvolá tlak na běžný účet. Komplikaci přináší chování bank v předprivatizačním období; u domácností dosud silný sklon k úsporám souvisí s nejistotou budoucího vývoje. Propad HDP pokračuje, může být ještě intenzivnější než uvádíme, nepříznivě se začal vyvíjet netto vývoz. Také mise MMF výrazněji akcentovala rizika právě na běžném účtu. Pokud jde o dlouhodobější trendy, pak určité oživení poptávky je nezbytné, ale typ vývoje, který opírá hospodářský růst hlavně o růst příjmů, je neperspektivní, stále trvá riziko opětovného přelítí nerovnováhy do dovozů, nevyužité domácí kapacity situaci nemohou vyřešit. K sanaci podniků: projekty nemají naději na pozitivní výsledek, pokud nebudou spojeny s kapitálovým vkladem ze zahraničí, a tedy s určitou zárukou návratnosti kvůli efektivnější kontrole managementu. To potvrzují zahraniční zkušenosti. Existuje možnost rychlejšího využití prostředků ze stavebního spoření, což může mít multiplikační efekt na dodavatelská odvětví i mobilitu pracovních sil.

Doporučení: snížit 2T reposazbu o 0,5 p.b. zatím neměnit diskontní a lombardní sazbu, a tím naznačit obezřetnost. Za schůdné se považuje i snížení o čtvrt bodu vyšší. Důvod obezřetnosti: není ověřen transmisní efekt minulých snížení, není dostatek nových informací. Operativní údaje o vývoji cen potravin v listopadu naznačují další pokles. Bylo by správné vázat další postup na mzdový vývoj, ale data budou známa až někdy v březnu.

I.2. Diskuse bankovní rady za přítomnosti zástupců měnové sekce

gub. Tošovský: Rozhodování se stává stále obtížnější, při minulých rozhodnutích byla rizika nižší než nyní, a proto je třeba pracovat s více informacemi.

v. řed. Niedermayer: Táže se na to, z čeho pramení neodůvodněné označování některých etap vývoje za deflaci, na důvod vysokého meziměsíčního růstu cen neobchodovatelných komodit, na nesoulad úvodního slova s daty o HDP, která jsou v situační zprávě, a na přesnější vymezení důvodů, na které reaguje návrh na snížení sazby. Není evidence o deflačním očekávání.

v. řed. Pospíšil: Táže se na strukturu vývoje M2 (domácnosti x podniky) a na hodnocení, které z něj lze odvodit.

v.guv. Vít: Dotazuje se na kritéria, kterými se odlišuje deflace od desinflačního vývoje, resp. trendu zadržované inflace. Co startuje deflační spirálu?

v.řed. Pospíšil: Uvádí, že pro posuzování deflačních rizik je nutné sledovat čistou inflaci, a ne CPI. Ta anualizovaně klesá pod 2 procenta a 2 procenta jsou obvykle považována jinde ve světě už za cenovou stabilitu.

v.řed. Hrnčíř: Poznnamenává, že čistá inflace zahrnuje ceny potravin s jejich volatilitou danou i sezónností, proto nelze hodnotit vývoj CPIx jako deflaci.

guv. Tošovský: Upozorňuje na to, že značná část úspor ze snížení dovozních cen plynu a ropy se koncentruje u monopolních dovozců, což může příznivě ovlivnit pozdější vývoj inflace, dnešní příjmy rozpočtu i investice v sektoru. Táže se na způsob zohledňování kvalitativních parametrů v cenových indexech.

ministr Svoboda: Informuje o průběhu schvalování úprav přímých a nepřímých daní v parlamentu; MF předloží odmítnutý návrh na zvýšení spotřebních daní u pohonných hmot a tabákových výrobků znovu. Současné období, včetně mzdových vyjednávání má “expektačně deflační” charakter, tomu by odpovídalo snižování sazeb. Informuje o možnosti významných přímých investic v ČR a důvodech, proč se někteří investoři rozhodují pro ČR. Upozorňuje na možné velmi negativní důsledky situace v SR (včetně kursu) na náš zahraniční obchod. Revitalizační programy budou zaměřovány na firmy, které utrpěly velké ztráty odbytových možností, po nich lze uvažovat změnu vlastníka. Došlo ke snížení daně z příjmů fyzických osob, což může při jednání působit proti nadměrnému růstu mezd a má jistý prorůstový charakter.

v.řed. Hrnčíř: Zdůrazňuje, že mezinárodní zkušenosti ukazují, že revitalizační úsilí státu má lepší výsledky, pokud se realizuje změnou obecných podmínek (například snížením odpisů) a ne apriorní podporou individuálních firem. Pokud jde o mzdová vyjednávání: lze pochopit časté námitky odborářů k extrémně výhodným mzdovým podmínkám manažerů v některých podnicích s majetkovou účastí státu; je otázka, zda podmínky pomoci vlády lze nějak vázat i na řešení této otázky.

v. řed. Niedermayer: Poznnamenává, že revitalizační programy při účasti managementu, který už selhal, bývají málo účinné, namísto toho je lepší je spojovat se změnou vlastníka.

guv. Tošovský: Táže se na smysluplnost případného předložení dalšího materiálu - podkladu pro další snížení sazeb ještě v prosinci; dotaz na pravděpodobný průběh pravidelné lednové tvorby nových ceníků a čím může být motivována.

v. řed. Hrnčíř: Nesouhlasí s možností naznačovat veřejnosti, že by např. 17. 12. mělo ještě dojít ke změně sazeb. Upozorňuje na zcela “netradiční” vývoj cen potravin, který potvrzuje i aktuální operativní šetření statistiky. Pokud jde o kritéria úrovně sazeb uvádí, že jiná se uplatňují

v rostoucí ekonomice a jiná v ekonomice v recesi; tím je podmíněna i možnost mezinárodních srovnání.

v. řed. Pospíšil: Dotazuje se na to, zda pokles PPI je vysvětlen pouze snížením cen dovozu a zda na tyto ceny reagoval poklesem také index cen tržních služeb, domnívá se, že spíše šlo o vliv poptávky. K lednovému přečtení: problém je, odhadujeme číslo, které neexistuje ani v záměrech lidí, kteří to přecenění prakticky provedou.

v. řed. Niedermayer: Dnes nejsou adekvátní data k posouzení váhy poptávkového a nákladového faktoru na inflaci, z toho plynou i budoucí nejistoty. Průměrná sazba z termínovaných vkladů se na začátku roku může dostat k 6 %, to představuje možný nepříjemný šok pro vkladatele, kteří byli zvyklí na jiné výnosy. Opakovaně připomíná, že jestli je inflační prognóza hodnověrná, zakládá obtížnou situaci pro plnění inflačního cíle v r. 2000. Pokud by měl být dosažen, měli bychom v závěru příštího roku být na měsíčních přírůstcích (sezónně očištěno) okolo 0,3 %; prognóza je tak nadsazena až o 50%.

gub. Tošovský: Jestliže se období extrémně nízké čisté inflace rozkládá na více čtvrtletí, pak musíme přejít na velmi flexibilní úrokovou politiku. To znamená ještě jít dolů, ale nesmíme zaváhat včas opět zvýšit, abychom korigovali případný nepříznivý konec roku 1999 resp. začátek 2000.

v. řed. Hrnčář: Posun depozitních sazeb je nepříjemný z hlediska očekávání. Vývoj ve druhé polovině příštího roku je předpokládán v poměrně širokém koridoru, prognóza směřování k jeho hornímu okraji by byla důvodem opatření v prvním pololetí (působení s odstupem 6-9 měsíců; kurs působí dříve).

v. řed. Pospíšil: Pokud slabá poptávka potrvá celé první pololetí, je to důvod pro agresivnější snížení (i s rizikem pozdějšího opětovného zvyšování), za 14 dní nebudou zásadně jiné informace, které by zpochybnily dnešní radikálnější krok.

v. gub. Vít: Nejde jen o pohyb sazeb, ale i o otázku jejich výchozí úrovně. Situační zpráva ukazuje, že reálné sazby z krátkodobých úvěrů byly ještě v říjnu na historicky nejvyšší úrovni. Větší prostor pro snížení je pravděpodobný, zvláště při klesajícím hospodářském výkonu.

I. 3. Uzavřené jednání bankovní rady

v. řed. Niedermayer: Varuje před rostoucí intuitivností při rozhodování, tomu by měla měnová sekce zabránit tím, že nebude předkládat rozporné návrhy. Pohybujeme se v prostoru ohraničeném velmi rozdílnými prognózami; nové signály lze očekávat už brzy (HDP, maloobchodní prodeje na konci roku), v únoru pak výsledky přečtení. Z nich už půjde odvozovat průběh ve druhém pololetí příštího roku. První scénář: rostoucí reálné příjmy, pravděpodobně vyšší deficit obchodní balance. Druhý scénář: ekonomický pokles bude akcelarovat. Kromě toho působí vliv externalit mezi než patří kolaps exportu do Ruska, vývoj v SR i pokles poptávky v EU. Navíc je nejisté, zda mírné znehodnocování kursu je sezónní výkyv nebo již pomalý posun na jinou hladinu. Pokud je pravděpodobnější druhý scénář, je

namíste radit se rychle o mixu politik a připravit příslušné analýzy o vlivu kursu a sazeb na růst a inflaci. K podstatnému sestupu sazeb došlo, každé rozhodnutí dnes bude vzhledem k nejistotě suboptimální. Varianty jsou buď snížit teď o procento anebo počkat po dokončení těch analýz a získání dat o HDP. V únoru další klíčový předěl: informace o přeceňování. Nic špatného není v tom, když se vyčkává na důležitá data a informace.

v.řed. Pospíšil: Charakteristika nejistot je správná, ale důležité je, zda uděláme větší chybu rozhodnutím anebo dalším vyčkáváním. Očekává spíše vývoj v intervalu 3,5 % až 4 % než 3,5 až 5 % růstu CPIx (čistá inflace) v roce 1999. Nastavení sazeb stále není dobré: srovnání je vhodnější spíš s prvním pololetím 1996 i mezinárodně bychom měli být níže. Zpoždění 6 měsíců znamená, že dnes reagujeme na vývoj do konce 1. pololetí a teprve pak se dostáváme na ony kritické křížovatky. Očekávaná mírná depreciace kursu (minulá resp. pokračující po případném snížení sazeb) nebude mít na inflaci zásadní vliv, opticky bude jen modifikovat nízká čísla a navíc podpoří kompetitivnost vývozu. Navrhuje vyšší pokles sazeb (0,75 p.b.), což umožní pozdější přiměřenější reakci na jakýkoli vývoj. Z variant je horší ta odložit rozhodnutí na 17. prosinec.

v.guv. Vít: Scénář možných řešení je příliš široký, dostupná data a ani dobrá analytická práce neumožňuje učinit jednoznačnější závěry. Dosavadní vývoj exogenních faktorů není dlouhodobě udržitelný, právě tak jako dosavadní trend poklesu inflace. Proto jsme se s určitou opatrností shodli na cíli na rok 1999 na 4,5 %. Jisté ale je, že klesá výkon, recese se prohlubuje, zlepšuje se vnější nerovnováha, ale neroste už tolik vývoz. V našem nestandardním prostředí má výrazné zlevnění peněz některá specifická rizika. Pomůže nejen dobrým podnikům, ale umožňuje přežívat i špatným, tuto cenu však lze považovat za přijatelnou. Je jisté, že v bankách dnes snížení sazeb nevyvolá bezbřehou úvěrovou expanzi. Další riziko je vývoj spotřeby, mezd, ale i rozpočtové sféry, stýká se poptávkový i nákladový efekt (úspora vzniklá snížením sazeb). Větší riziko je ponechat sazby beze změny, prostor pro snížení je 0,5 i 0,75 %. Teď bude čím dál důležitější taktika jak četnost a velikost změn vysvětlovat veřejnosti.

v.guv. Kysilka: Ekonomika narazila na omezenou poptávku a zároveň jí usnadnila situaci nízké ceny vstupů. To ovšem znamená, že poptávková restrikce, ať měnová nebo fiskální, není prioritní příčinou poklesu výstupu. Naučili jsme se pracovat s jemnějšími charakteristikami, strukturami inflace, přitom každý pohled má svou relevanci a je nutno tak diferencovaně posuzovat i pohled na deflační rizika. Pokud růst cen do 2 % lze považovat za stabilitu, pak je konsekvantní nepokládat ani hospodářský pokles do 2 % za recesi: společné je to, že statistika neumí měřit kvalitu a její dopad do cen a outputu. Ocenit je třeba objektivnost předložené analýzy a vějíř možných scénářů, ale bankovní rada rozhodnout stejně musí. Z pohledu taktiky je vhodný letos už jen jediný krok. Když snížení o 1 p.b., pak snad je lépe ho odložit a spojit s úpravou diskontní a lombardní sazby, nižší krok může být proveden nyní i bez snížení toho rámce, ale opět letos jako poslední.

g.uv. Tošovský: Hlavní přínos předložené zprávy je v hledání optimální hladiny sazeb. To je strategický pohled - kam dojít, a teprve v rámci něj nastupuje taktika frekvence kroků. Prostor je spíše vyšší než navržených 0,5 p.b., protože cílovou hladinou by měla být úroveň před měnovými opatřeními 1996, kromě toho sílí signály, že recese je hlubší než jsme dosud předpokládali. Pro další postup je důležitá prognóza délky "sedla", která umožňuje přechod k pružné politice. Pro

kurs, který je asi nejchoulostivější kategorií těchto úvah, je důležitý diferenciál ve vztahu k zahraničí. Jsou signály, že odbory přehodnocují své původní představy o míře inflace. Správnější je udělat letos jediné rozhodnutí; odložení na dobu po publikování čísla o HDP by naznačilo, že jde o vynucené opatření. Pak buď 0,75 nebo 1 p.b. Souhlasí s tím, že nyní jde o daleko náročnější rozhodování.

v.řed. Hrnčíř: Značná citlivost inflace na relativně malé pohyby kursu nabývá na důležitosti, kurs bude významnou determinantou nejbližšího období. Odkládání rozhodnutí nepřinese více relevantních informací, navíc se může vzbudit zdání, že rozhodování nastává až pod tlakem těchto informací. Proto je lepší opatření přijmout dnes, další korekce v prosinci by byla slabinou, rozsah snížení je okolo 0,75 p.b. a pokud nebudou nějaké vyjímečné informace, pak s touto úrovní lze přejít do nového roku. Ponechat koridor diskontu a lombardu beze změny, naznačit tím, že vývoj teď netlačí na jeho další snížení.

g.uv. Tošovský: Deutsche Bundesbank snížila dnes svou základní reposazbu o 0,3 p.b. a podle prvních informací ji následují i další centrální banky eurozóny. Je to signál našeho hlavního trhu, signál ocenění vývoje tamější poptávky a toho, že inflace je dlouhodobě potlačena. V kontextu této informace lze konsensuálně vyložit dříve sdělená stanoviska členů bankovní rady o možném snížení sazeb tak, že ilustrují spíše spodní hranici možného snížení a že přiměřenější pokles by mohl být o oněch cca 0,3 procentního bodu vyšší.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- Připravit pro očekávané jednání guvernéra ČNB s předsedou vlády a předsedou Poslanecké sněmovny Parlamentu příslušné analýzy o vlivu pohybu úrokových sazeb a kursu na ekonomický růst a spotřebu (inflaci). Dokumentovat přiměřenost nastavených sazeb z hlediska použití všech relevantních kritérií.
- Projednání I. situační zprávy bude 28. ledna 1999, do té doby se nepředpokládají změny sazeb (nenastanou-li zcela mimořádné skutečnosti). Pokud budou v I. SZ navrhovány úpravy úrokových sazeb, předložit a argumentovat i příslušnou změnu diskontní a lombardní sazby.
- Sledovat a hodnotit signály o průběhu tarifních (mzdových) vyjednávání a využít tyto informace v I. situační zprávě.

I. 5. Rozhodnutí bankovní rady

Na základě předložené zprávy o měnovém a ekonomickém vývoji a doplňujících informací o aktuálním měnovém vývoji v okolních zemích rozhodla bankovní rada jednomyslně o snížení 2T reposazby o 1 procentní bod, tj.z 11,5 %na 10,5 %, a to s účinností od 4. prosince 1998.

I.6. Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)

Guvernér Tošovský: Rozhodování bankovní rady je stále náročnější, tak jak se blížíme hranici, za kterou by snižování sazeb už nemělo jít. Za přiměřenou hladinu sazeb lze považovat situaci odpovídající první polovině roku 1996 (tj. před zpřísněním politiky). To odpovídá prostoru pro snížení o 1 procentní bod, které podporuje, a které by pro letošní rok mělo být poslední. Aktuální snížení sazeb v SRN a dalších evropských státech je důležitým signálem a orientací i pro ČNB.

Viceguvernér Vít: I když jsou scénáře možného vývoje velmi široké, z hodnocení úrovně sazeb vyplývá prostor pro snížení o 0,75 p.b.; s ohledem na postup v EMU ještě vyšší. Opatření neodkládat, jelikož rizika z jeho provedení jsou stále ještě malá. Důležitější než dosud se stává otázka taktiky ČNB: vysvětlovat veřejnosti frekvenci a intenzitu jednotlivých kroků.

Viceguvernér Kysilka: O existujícím prostoru pro další snížení sazeb není sporu, pokud jde o taktiku, pak rozhodně letos provést krok jediný. Zvážit, zda při snížení o 1 procentní bod neupravit i diskontní a lombardní sazbu. Při dalším rozhodování neopomíjet celou škálu cenových indexů a jejich relevanci se změnou sazeb.

Vrchní ředitel Niedermayer: Nelze v současné době uspokojivě odhadnout, zda se spíše realizuje scénář obnovení poptávky na základě růstu reálné mzdy, anebo další, hlubší pokles outputu. Pokud je druhý scénář reálnější, nemá námitek proti snížení sazeb o 1 bod; přesto vyčkat na znalosti dat o HDP, popř. na výsledky lednového přečtenování by nebylo chybou.

Vrchní ředitel Pospíšil: Větší chybou je vyčkávat než udělat rozhodnutí, jehož riziko je únosné. Vyšší pokles sazeb (např. o 0,75 p.b., resp. při zohlednění pohybu sazeb v eurozóně o 1 p.b.) lépe odpovídá předpokládanému pohybu čisté inflace v prvním pololetí a vytváří dobrou výchozí bázi pro pozdější případné změny.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Odkládání rozhodnutí nepřinese možnost získat zásadně nové informace, uvažovat s jeho korekcí ještě v prosinci je neúnosné. Snížení sazeb v Evropě je významnou zprávou, která pomáhá odůvodnit snížení o 1 bod. Ponechání diskontu a lombardu na nezměněné úrovni je správným signálem o zvýšené obezřetnosti ČNB pokud jde o další postup.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, sbor poradců bankovní rady